УДК 65.012.2

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА: ПОНЯТИЕ И СТРУКТУРА

С.Л. Еремина

Томский политехнический университет
E-mail: esofia@tpu.ru

Исследуются подходы, используемые различными экономическими концепциями к анализу международного движения капитала. Делается вывод, что ни одна из существующих концепций не может быть абсолютной, но наиболее приемлемой из них является теория институциональной экономики.

Международный рынок капитала исследуется в рамках всех наиболее известных экономических концепций (трудовой теории стоимости, кейнсианского и неоклассического направлений, а также современного институционализма), независимо от времени популярности той или иной концепции.

Большинство авторов исходят из того, что международный рынок капиталов – это рынок, на котором субъекты рынков разных стран ведут торговлю активами [1. С. 636]. Передвижение капиталов здесь осуществляется как в краткосрочной, так и в долгосрочной форме. Фактически это несколько взаимосвязанных рынков:

– валюты;
– акций;
– облигаций;
– ссудных капиталов.

Все сделки между субъектами рынков различных стран можно представить как три типа обменов:

– Товарами (Т) и услугами (У) на товары и услуги – Т.У. Т.У.
– Товаров и услуг на активы (А) – Т.У. А.
– Активов на активы – А. А.

Каждая из этих обменных операций приносит различный набор выгод от торговли и может служить иллюстрацией движения капитала. Тем не менее, если иметь в виду международный рынок капиталов, непосредственный смысл имеет лишь третий вид обменов – активов на активы. Основная цель, ради чего страны обмениваются активами, состоит в том, что инвесторы из этих стран предпочитают обеспечивать постоянный средний доход из года в год, а не колеблющийся во времени.

С точки зрения *трудовой теории стоимости* модель международного движения капитала можно представить как движение по схеме: индивидуальный капитал – общественный капитал – международный (иностранный). Представители данного направления подчеркивали, что отличительной чер-

той процесса обращения промышленного капитала служит существование рынка как мирового. Выявляя факторы и механизмы, препятствующие достижению долгосрочного равновесия при капитализме, они анализировали ситуацию расширенного воспроизводства в закрытой экономике и обращали внимание, что размеры накопления меняются в зависимости от фазы цикла экономического развития и что фаза, стимулирующая накопление капитала, сменяется фазой отсутствия стимулов и наоборот.

Многие проблемы, анализируемые ими, и сегодня не потеряли актуальности.

– Так, говоря об инвестировании в экономику другой страны, авторы особо подчеркивали выгоды страны донора – прямо или косвенно увеличивающие доходы инвесторов.
– Они различали долговые и долевые источники инвестирования, обращая внимание на то, что в действительности скрытый денежный капитал, накапливаемый для последующего применения, состоит из вкладов в банки; государственных ценных бумаг, которые вообще – то не капитал, а только долговые притязания на годовой продукт нации; акций.

Здесь нашел отражение еще один аспект распределения созданного прибавочного продукта – социальный, который, на наш взгляд, имеет глубокое современное звучание в контексте международного движения капиталов. С одной стороны, капитал способствует развитию производительных сил и в этом заключается "одна из цивилизаторских сторон капитала". Но, с другой созданный продукт находится в распоряжении капитала и используется только в его интересах. Большая часть общества не имеет голоса при распределении инвестиций и формировании технической политики и, следовательно, отчуждена от формирования стратегии своего развития.

В теории предельной полезности различается закрытая и открытая экономика, микроэкономический и макроэкономический подходы. При первых признаках избыточных сбережений в закрытой экономике центральный банк резко понижает процент, появляется возможность получения дополнительной прибыли. В открытой экономике со свободным движением капитала и золота надеяться нечего.

Модель международного движения капитала [2. С. 31] – фазовая или модель циклов – рассматривает объем привлекаемых иностранных инвестиций в зависимости от фаз его движения, которые можно объединить циклом, длительность которых варьируется от 50 до 100 лет. В них можно выделить фазы приливов и отливов, каждая из которых, в свою очередь, также может быть разделена на 4 фазы.

Свою модель строения мирового рынка капитала предложил Дж. Сорос [3. С. 93]. Ее можно назвать моделью "центр-периферия", или атомистической. Центр этой модели изначально "страдает" от избытка капиталов, свойственного наиболее развитым странам. Однако помимо собственных капитальных ресурсов он использует также и "чужие" частные капиталы, идущие из "третьих" стран. Для таких капиталов центр служит каналом их временного аккумулирования для дальнейшего перераспределения обратно – на периферию. Перекачивание денег может идти как непосредственно (с помощью кредитов и портфельных инвестиций), так и косвенно (через транснациональные корпорации).

Несмотря на свою простоту, модель "центр-периферия" является ключом к пониманию всего механизма функционирования современной мировой экономики. Центр предоставляет капитал, а периферия его использует; правила игры действуют в пользу центра. Это обусловлено тем, что именно в финансовом центре, представленном индустриально развитыми государствами, закладываются основные направления эволюции мировой экономики и вырабатываются эти правила. В обычных условиях такая система довольно эффективна: страны периферии, нуждающиеся в международных инвестициях, открывают свои рынки, и центр свободно перекачивает в них необходимую массу денег. Однако при возникновении в странах периферии кризисных ситуаций капитал меняет направление движения и начинает уходить из них в сторону центра. До определенного момента такой разворот инвестиционного потока полезен центру, так как последний буквально переполняется капиталом, что создает благоприятные условия для ускоренного экономического роста в государствах, его представляющих. Однако если кризис в странах периферии слишком глубок, то их бедственное положение исключает возможность высокорентабельного приложения международных капиталов, ведет к не возврату кредитов. Это становится невыгодным центру, который тоже рискует оказаться в состоянии кризиса. Положение усугубляется тем, что суверенные государства выполняют всего лишь роль клапанов в мировой системе циркуляции международного капитала: когда на мировых финансовых рынках наблюдается период экспансии, клапаны открываются, но когда деньги движутся в обратном направлении, клапаны преграждают им путь, вызывая сбой в системе.

На международном рынке капиталов действительно действуют страны с открытой экономикой, но они не однородны. Вопрос "малой" открытой экономики возникает в связи с определением уровня реальной ставки процента. Неоклассическая концепция исходит из того, что предложение капитала и спрос на него со стороны данного государства (его инвесторов) настолько мал по сравнению с общим объемом капитала, функционирующего на международном рынке, что практически не оказывает никакого влияния на уровень процентной ставки. Целая группа стран может оказаться в положении, при котором их влияние на процентную ставку мирового рынка капиталов является ничтожным. Однако обмен активами между их владельцами в данной стране и в мире в целом происходит. В частности, такие явления как "бегство" капиталов за рубеж находится в русле международной

миграции капиталов и в неявном виде подтверждает тесную взаимосвязь национального и международного рынков капиталов.

Здесь прослеживается аналогия с деятельностью конкурентной фирмы, модель которой исследуется неоклассической концепцией. С позиций функционирования конкурентной фирмы необходимо выяснить, каким является международный рынок капитала: действует ли он в условиях несовершенной или совершенной конкуренции? Как правило, при характеристике совершенной конкуренции авторы исходят из трех основных свойств рынка:

- на рынке взаимодействует множество покупателей и продавцов;
- предлагаемая ими продукция однородна;
- фирмы свободно входят на рынок и покидают его (не обязательное условие).

Но можно ли воспользоваться методикой, применяемой при микроэкономическом анализе конкурентной фирмы для анализа макроэкономических проблем, в частности международного рынка капиталов? Есть несколько замечаний. В частности, если следовать методике, применяемой при анализе конкурентной фирмы, то следует обратить внимание, что стране, желающей привлечь иностранный капитал, нет смысла предлагать рынку более высокую ставку, так как можно привлечь его и по более низкой, сложившейся на данный момент, мировой ставке. Но нельзя предлагать и меньшую ставку, так как в противном случае страна не сможет заимствовать необходимые ей средства, и инвестиционные потоки устремятся в другие страны, которые предлагают рыночные условия кредитования. Таким образом, можно сделать вывод, что подобно конкурентной фирме "малая" открытая экономика принимает уровень мировой реальной процентной ставки как данность. Она не задает цену капитальных ресурсов, вступающих в мировой обмен. Тогда становятся понятными усилия по либерализации рынка капиталов, которые предпринимались мировым сообществом еще с конца 50-х годов прошлого столетия с целью создания условий равновыгодности участия в нем всех субъектов рынка.

Есть ряд вопросов, которые в рамках модели неоклассической теории решить не удается. В частности, речь идет об отражении в процентной ставке не только инфляционной составляющей ("реальная" процентная ставка), но и риска, без которого нет рынка вообще, а международного рынка капиталов особенно.

Еще один вопрос, который возникает в связи с анализом "малой" открытой экономики, состоит в том, сколько международного капитала следует привлекать? Если снова использовать ту же аналогию – метод неоклассического анализа в отношении конкурентной фирмы, – то она предполагает, что необходимо исходить из предельного продукта капитала. При этом спрос на капитал определяется дополнительным объемом выпущенной продукции, полученной от применения дополнительной единицы капитала [4. С. 192].

$$MPK=F(K+1,\ L)-F(K,\ L),$$

где MPK – количество дополнительной продукции, произведенной при помощи еще одной единицы капитала или разница между количеством произведенной продукции с использованием $(K+1)$ и K единиц капитала; K – количество используемых машин (капитал); L – количество отработанных работниками часов (труд).

Здесь аналогия также не абсолютная. Так, остается без ответа вопрос о том, почему в некоторых странах, например, в Китае иностранным инвесторам продают акции местных компаний по ценам ниже тех, которые могут заплатить национальные инвесторы? Данная концепция не может быть применена для ответа на этот вопрос, так как учитывает только количественную сторону привлекаемого капитала, а, как известно, нужна мера – количество определенного качества. Кроме того, иностранный капитал привносит в экономику Китая (и многих других стран, развивающихся и с переходной экономикой) навыки работы в рыночных условиях, а это актив, который "купить" трудно, почти невозможно. Знания менеджмента, международные каналы маркетинга и другие умения оказываются более значимым активом, чем собственно капитал-деньги, машины и даже технологии.

Третья проблема, связанная с привлечением капитала – распределение дохода между участниками сделок, связанных с обменом товаров, услуг, активов. Применяя ту же неоклассическую концепцию конкурентной фирмы, предполагаем, что все страны являются "малыми" открытыми экономиками, они используют национальные источники инвестирования (K_n – национальные источники капитала) и привлекают внешние инвестиции (K_f – иностранные источники капитала) с целью максимизации прибыли и находятся в равных конкурентных условиях. Тогда распределение дохода должно вестись в соответствие с тем, сколько предельного продукта каждый из инвесторов (национальный или иностранный) добавляет к общему объему выпускаемой продукции:

$$F(K_n,\ K_f)=(MPK\cdot K_n)+(MPK\cdot K_f).$$

Таким образом, каждый участник получает доход в соответствие со своим предельным продуктом. Неоклассическая концепция позволяет теоретически обосновать значимость национальных и иностранных инвестиций для малой открытой экономики. Эта формула может быть основой для эмпирической оценки значимости иностранных инвестиций для малой открытой экономики. Высказанные замечания позволяют сделать вывод, что, международный рынок капитала, безусловно, не является рынком совершенной конкуренции. Скорее всего, положение "малой" экономики соответствует рынку несовершенной конкуренции.

На наш взгляд, более всего соответствует международному рынку капитала олигополия, так как объясняет возникновение достаточно большого количества международных организаций, регулирующих рынок капитала, а также обосновывает необходимость членства в этих организациях "малых" стран[1].

Основой концепции *новой институциональной* экономики является объяснение поведения экономических агентов, исследование явлений с использованием определенного набора характеристик (концепций), объясняющих поведение человека: ограниченная рациональность, институты, организации, оппортунистическое поведение и т.д. Применение этой концепции для анализа современных экономических тенденций вообще и процесса международного движения капитала, в частности, может быть обосновано тем, что здесь есть явления, противоречащие объективно сложившимся условиям, имеющие место потому, что участники приняли определенные соглашения, потому, что "так договорились". В частности, суть *оппортунистического поведения* заключается в стремлении человека реализовать свои собственные эгоистические интересы. Такое поведение требует координации и разрешения распределительных конфликтов. Крайне важна роль институтов, под которыми новая институциональная экономика понимает совокупность формальных и/или неформальных правил, создаваемых людьми, а также механизмов, обеспечивающих соблюдение этих правил. Для нарушителей правил предусмотрен механизм наложения санкций, то есть ни что иное, как создание дополнительных издержек.

Организация, как она понимается авторами новой институциональной экономики, – есть совокупность людей, структурно обособленных в рамках упорядоченных процессов получения и обработки информации, принятия решений по некоторому набору вопросов, связанных с использованием ограниченных ресурсов [2. С. 26]. Очень важный аспект, на наш взгляд, содержащийся в новой институциональной экономике, заключается в том, что организации (государства, фирмы, домашние хозяйства одной страны) больше не рассматриваются как единый экономический агент, с едиными целями и интересами, а как система, в которой все составляющие могут не только отличаться друг от друга, но даже противоречить друг другу. В частности, общенациональный интерес, который должно представлять государство, может прийти в противоречие с интересами крупного бизнеса.

Институты принимают решения далеко не всегда исходя из необходимости эффективного размещения ресурсов и экономического развития. Вследствие чего решения не всегда оказываются оптимальными. Эта ограниченная рациональность, деятельность в собственных эгоистических интересах, в свою очередь, требует координации деятельности сосуществующих субъектов, совместного решения конфликтов по распределению созданных благ.

В соответствие с новой институциональной экономикой институты имеют значение с точки зрения как эффективности размещения ресурсов, экономического развития, так и распределения ограниченных ресурсов (богатства) между принимающими решения экономическими агентами. Взаимодействие в рамках институтов людей, преследующих собственные интересы, сопряжены с необходимостью координации действий и разрешением распределительных конфликтов.

Представляется, что данная концепция наиболее реалистично отражает проблемы, которые возникают между участниками международного рынка капитала, поскольку реальное функционирование международного рынка капиталов обслуживается сетью мировых финансовых центров, связанных сложными системами коммуникаций.

Есть несколько основных проблем, связанных с международным рынком капиталов в конце XX – начале XXI веков. Выделим некоторые из них:

1. Как объяснить стремительный, качественный и количественный, рост рынка с начала 60-х годов, и каковы дальнейшие тенденции движения рынка?
2. Можно ли обеспечить выгоду всем участникам международного рынка капиталов?
3. Какова роль национальной и наднациональной политики в обеспечении этих выгод?
4. Каково соотношение негативного и позитивного в деятельности рынка?
5. Угрожают ли евровалюты "здоровью" мировой экономики?

До начала 60-х годов международный рынок валют, акций, облигаций и ссудных капиталов представлял собой совокупность соответствующих отдельных национальных рынков.

Толчком к возникновению международного рынка капиталов послужило снятие валютных ограничений западноевропейскими державами с января 1959 г., вызванное завершением послевоенного восстановления экономики. На национальных

[1] Этот подход дает, в частности, для России, экономика которой соответствует признаком "малой открытой" экономики, понимание ряда других возможностей по обмену товарами, услугами или активами. Кроме того, это может служить объяснением членства в ряде международных организаций, клубов, других международных структур. Во всяком случае, ограниченные возможности каждой из рассматриваемых концепций в целом очевидны. А ограничения, вызванные положением страны с "малой открытой" экономикой могут быть сняты ликвидацией барьеров, которые обеспечиваются членством в этих международных организациях. Впрочем, процесс этот не лишен внутренних противоречий, что будет предметом дальнейших исследований.

валютных рынках европейских стран для нерезидентов были созданы более благоприятные условия размещения депозитов. Так, проценты по этим депозитам были не ниже национальных, отсутствовало налогообложение по доходам с этих счетов, а банки, размещавшие у себя эти депозиты, освобождались от обязательного резервирования части средств в местном эмиссионном банке. Это были самые либеральные условия для того времени.

Еще одной причиной возникновения международного рынка капиталов стала деятельность национальных банков США и других стран по преодолению ограничений бюджетно-кредитной политики их собственных государств. В начале 60-х годов ухудшился торговый баланс США, и правительство страны предприняло ряд мер, препятствующих предоставлению кредитов американскими банками резидентам США и других стран для использования вне территории страны:

а) был введен налог, выравнивающий процентные ставки. Не стало смысла покупать иностранные активы;
б) были введены "добровольные" правила, ограничивающие размер заграничных ссуд;
в) действовало правило "Кью". Оно устанавливало потолок процентных ставок, которые американские банки могли платить по депозитам. Когда рыночные ставки превысили установленный правилом "Кью" потолок, американские банки были не в состоянии привлекать срочные вклады;
г) в дополнение к экономическим мерам в конце 60-х гг. был введен ряд прямых ограничений на инвестиции резидентов вне США.

Банки преодолели эти ограничения через займы в своих европейских филиалах, у которых не было ограничений на процентную ставку по долларовым депозитам. Это также стало причиной появления множества новых европейских филиалов американских банков. Правительству США пришлось отказаться от предпринятых мер и начать "открывать" рынки страны.

С конца 70-х годов в Японии также были сняты действующие ограничения на покупку иностранцами местных активов и санкционированы разнообразные прямые инвестиции в экономику страны, а у японцев появилась возможность приобретать активы за границей. В конце 80-х годов в Токио был создан оффшорный банковский бизнес, на котором могли действовать и иностранные, и японские банки. Великобритания в 1979 г. отменила ограничения на участие населения в международной торговле активами.

Третья причина возникновения международного рынка капиталов – политическая. Используя появившиеся возможности, первой страной, которая перевела средства со своих счетов в американских банках в другие страны, был СССР, так как возникла опасность замораживания счетов из-за политической ситуации. По этим же соображением изъяли свои средства и другие страны: Куба, Ливия. Ирак, а затем и резиденты США начали выводить капиталы из страны. Арабские страны – члены ОПЕК, накопившие огромные средства во время нефтяных шоков, также опасались конфискации своих счетов в американских банках и перевели их в евробанки.

Переводимые таким образом счета вышли изпод юрисдикции центральных банков своих стран, в частности, Федеральной резервной системы США, но под юрисдикцию западноевропейских банков не попали. Эти средства были названы евровалютами.

Рынок евровалют по объемам операций значительно превосходит как национальные институты, так и займы международных организаций. Так, если в начале 60-х гг. размер рынка евровалют составлял всего $7 млрд, в начале 90-х годов достигал $6 трлн., в середине 90-х годов – $30 трлн., то к началу XXI века – более 150 [5]. Примерно 20 % этих депозитов принадлежит частным небанковским организациям, остальное – это межбанковские депозиты в других банках или официальных кредитно-денежных учреждениях, преимущественно в центральных банках.

С институциональной точки зрения еврорынок состоит из примерно 500 крупнейших частных транснациональных банков (ТНБ – кредиторы) и сети фондовых бирж, играющих на нем второстепенную роль. Таким образом, участниками, (как инвесторами, так и заемщиками), международного рынка капиталов являются:

– коммерческие банки;
– небанковские финансовые учреждения;
– крупные корпорации;
– центральные банки различных стран и другие государственные органы;
– особенность современного этапа заключается в возросшей роли международных организаций в деле создания и регулирования международного рынка капиталов.

Крупнейшие коммерческие банки промышленно развитых стран являются как непосредственными участниками международного рынка капиталов, так и посредниками на этом рынке.

Появление специальных финансовых инструментов в начале 70-х годов было реакцией на энергетический шок и переход на новую мировую валютную систему – Ямайскую. Транснациональные банки предполагали размещение займов с помощью многоцелевых активов на гибких условиях, максимально приближенных к потребностям, как должников, так и кредиторов[2]. Должники (преимущест-

[2] Обоснование структуры, целей и особенностей эмиссии финансовых инструментов, обращающихся на европейском и мировом рынках капитала, является самостоятельной проблемой. Их включение в настоящий параграф продиктовано потребностью анализа динамики современного рынка капитала и обобщений данных отечественной и зарубежной литературы.

венно страны – импортеры нефти) стремились к снижению стоимости заимствований и получению средне- и долгосрочных кредитов, в то время как кредиторы, напротив, стремились к их сокращению. В результате на рынке появились кредиты от часа до бесконечности, а ставки по ним начали формироваться по условиям краткосрочного рынка.

Международный рынок позволяет формировать займы не только в различных валютах, но и в различных наборах валют, а также менять этот набор в течение срока займа по курсу на момент заключения займа. Правила разрешают получать проценты в иных валютах, чем валюта размещения. Это так называемая двойная номинация. Одним из вариантов снижения степени валютного риска является применение индексов. Вначале это были такие биржевые товары как золото и нефть, а потом индексы акций различных стран (FTCE 100, Nikkey и т.п.)

Облигационные займы эмитируются компаниями в своих странах и выражаются в валюте, имеющей хождение на рынке евровалют. Котировки по ним устанавливаются в стране-эмитенте, а перепродаются такие займы в любой стране.

Растущий объем евровалютных депозитов нередко вызывает тревогу, так как эти деньги не контролируются ни одним национально-кредитным учреждением. Они могут не только мешать усилиям государства по поддержанию кредитно-денежной, но и вообще экономической политики государства, противостоять его суверенитету, и даже вызывать инфляцию мирового масштаба. Банковский кризис 1974 гг. привел к пониманию необходимости государственного вмешательства в деятельность международных банков. Главы центральных банков 11 стран выработали соглашение, которое распределяло обязанности по контролю за ТНБ между учреждающими и принимающими эти банки странами и выработало унифицированные правила контроля. В частности, международные банки должны иметь капитал, равный не менее 8 % суммы своих неликвидных активов. Но до сих пор нельзя констатировать фактического разрешения всех спорных вопросов. Так, долги Мексики и Бразилии перед некоторыми ТНБ превышали этот норматив, что ставило под сомнение возможность банков выполнить свои депозитные обязательства. МВФ и центральные банки вместо помощи этим проблемным банкам, как известно, предоставили ее Бразилии и Мексике.

Небанковские финансовые учреждения – страховые компании, пенсионные, взаимные и венчурные фонды стали участниками международного рынка капиталов, когда начали приобретать иностранные активы для диверсификации своих портфелей. Особо важную роль среди небанковских финансовых учреждений принадлежит инвестиционным банкам.

Корпорации, особенно межнациональные, становятся участниками рынка, привлекая иностранные источники для финансирования своих проектов. Для получения этих средств они могут продавать свои акции, а также могут получить необходимые средства в долг. Для получения долгосрочных кредитов фирмы могут продавать свои долговые обязательства на международном рынке капиталов. Чаще всего эти долги номинируются в валюте финансовых центров, или в нескольких валютах – так называемый мультивалютный депозит. Облигации корпорации, номинированные не в валюте финансового центра, в котором продаются, называются еврооблигациями (например, облигации в долларах, продающиеся в Париже). Правда, термин "евровалюта" стоит считать условным, так как продажа может вестись и не в европейских финансовых центрах, а, например, в Гонконге или Сингапуре.

Центральные банки и другие государственные органы стран становятся участниками рынка, осуществляя заимствования на нем, а также принимают участие в валютных интервенциях, если это позволяет национальное законодательство, либо приняты международные обязательства.

Международные и региональные организации обеспечивают регулирование международного рынка капиталов в интересах стран – основных учредителей этих организаций. Кризисные события конца 90-х годов XX века повлияли на деятельность международных организаций. В частности, МВФ признал ошибочность проводимой им политики в отношении развивающихся стран. Существенно возросло предоставление уступок как вариант преодоления ограничений доступа ряду стран на международные рынки капитала. Правление МВФ около 30 % своего времени расходует на глобальные проблемы, в частности на анализ событий на международных рынках капитала и долгов стран с высокой степенью задолженности, а также сосредоточен на проблемах обслуживания долгов. В 2002 году даже был создан новый отдел международных рынков капитала, который обязан ежеквартально предоставлять отчеты о состоянии глобальной финансовой системы [5].

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и политика: Учебник для вузов / Пер. с англ. Под ред. В.П. Колосова, М.В. Кулакова. – М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. – 799 с.
2. Шаститько А. Предметно-методологические особенности новой институциональной экономической теории // Вопросы экономики. – 2003. – № 3. – С. 24–42.
3. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Пер. с англ. С.К. Умрихиной. – М.: Инфра-М, 1999. – 93 с.
4. Мэнкью Г. Принципы экономики. – СПб: Питер Ком, 1999. – 784 с.
5. Годовой отчет МВФ за разные годы. www.IMF.org.